

# Die internationalen Finanzmärkte stellen die Eurozone auf die Probe

Risiken einer Rettungsaktion für Athen

*Heribert Dieter*

Die hektische Debatte über Griechenlands finanzpolitische Zukunft verdeckt, dass es hier auch um gravierende Probleme der internationalen Finanzordnung geht. Zwar hat sich das Land weitgehend selbst in seine missliche Lage gebracht, aber Akteure auf den internationalen Finanzmärkten verschärfen diese, indem sie auf weitere Schwierigkeiten Griechenlands wetten. Eine Rettungsaktion würde nicht nur die jahrelange unseriöse Finanzpolitik der Griechen, sondern auch die spekulativen Attacken auf den Finanzmärkten belohnen. Angesichts der Nachteile, die eine umfassende Unterstützung für Griechenland und seine Gläubiger nach sich zöge, wäre ein Staatsbankrott Griechenlands keineswegs die schlechteste Alternative.

Einmal mehr befinden sich die internationalen Finanzmärkte in schweren Turbulenzen. Kaum scheint die von den USA verursachte internationale Finanzkrise der Jahre 2008 und 2009 allmählich überwunden, entpuppt sich Griechenland als neuer Krisenherd. In Brüssel und anderen europäischen Hauptstädten wird über Wege aus dem Dilemma nachgedacht. Eine ordnungspolitisch konsequente Lösung aber, nämlich die Entschuldung eines Staates bei teilweisem Forderungsverzicht der Gläubiger, gilt weithin als größter anzunehmender Risikofall. Dies ist eine verkürzende und gefährliche Sichtweise: Vielmehr würde eine großzügige Rettungsaktion für Griechenland nicht nur die Frage nach der künftigen fiskalpolitischen Disziplin ande-

rer EU-Länder aufwerfen, sondern ein weiteres Mal Akteure auf den internationalen Finanzmärkten für ihr krisenverschärfendes Verhalten belohnen. Nachhaltig sind Hilfen in Kreditkrisen aber nur dann, wenn sie sowohl Schuldner als auch Gläubiger mit erheblichen Kosten belasten. Das zeigen die Schuldenkrisen der letzten drei Jahrzehnte. Gegenwärtig besteht indes die Gefahr, dass die Hauptverantwortlichen für die Misere nicht die Hauptlast ihrer Bewältigung zu tragen haben werden.

## Athens Weg in die Schieflage

Zahlreiche Kommentatoren und auch die Europäische Zentralbank weisen darauf hin, dass in erster Linie Athens fiskalpoliti-

sche Entscheidungen die heutige Schieflage verursachten (siehe SWP-Aktuell 18/2010 von Daniela Schwarzer). Abgesehen davon, ob die Manipulationen offizieller Statistiken auch ein strafrechtliches Nachspiel haben sollten (in der Privatwirtschaft würde das Verhalten der griechischen Politik als Bilanzfälschung gewertet), sollten daher die Länder der Eurozone keine ausgeprägte Bereitschaft für ein Rettungspaket an den Tag legen. Griechenland hat die Vorteile der Mitgliedschaft in der Eurozone, insbesondere die niedrigeren Realzinsen, nicht genutzt. Ebenso wenig hat es angemessen eigenverantwortlich auf die Krise reagiert. Dies unterscheidet es etwa von Irland, dessen Regierung in ähnlich schwieriger Lage sehr viel drastischere Einschnitte in den Staatshaushalt beschlossen hat. Da im griechischen Etat noch beachtliche Reserven vorhanden sind (allein der Wert der Immobilien in Staatsbesitz wird auf 300 Mrd. Euro beziffert), dürfte sich in den Geberländern zu Recht energischer politischer Widerstand gegen Transfers an Griechenland regen.

### **Keine Gefahr für das deutsche Bankensystem**

Die Annahme, das deutsche Finanzsystem würde durch einen kompletten Zahlungsausfall Griechenlands in seiner Stabilität gefährdet, hält genauer Überprüfung nicht stand. Ende September 2009 hielten deutsche Banken 3500 Mrd. US-Dollar Forderungen an das Ausland. Davon machten Griechenlands Verpflichtungen gerade einmal 43 Mrd. Dollar oder 1,2 Prozent aus. Das deutsche Finanzsystem sollte in der Lage sein, einen Forderungsausfall dieser Größenordnung zu verkraften. Zudem ist ein teilweiser Forderungsverzicht sehr viel wahrscheinlicher als ein Totalausfall. Müssten bei einer Umschuldung Griechenlands die deutschen Banken beispielsweise ein Drittel ihrer Forderungen abschreiben, entspräche dies einem Betrag von rund 10 Mrd. Euro. Die Gefahren für das deutsche Bankensystem sind also keineswegs so

hoch, dass deswegen eine Rettungsaktion Deutschlands und der EU für Griechenland zu rechtfertigen wäre. Die Ausleihungen deutscher Banken an andere Schuldner in Europa, etwa Spanien (240 Mrd. Dollar), Italien (209 Mrd. Dollar) oder Großbritannien (503 Mrd. Dollar), liegen weitaus höher. Anders als im Falle Athens aber droht auf absehbare Zeit keine Zahlungsunfähigkeit dieser Länder.

### **Griechischer Staatsbankrott oder Bankrott der Eurozone?**

Griechenlands finanzielle Notlage wirft die grundsätzliche Frage auf, in welcher Form hoch verschuldeten Staaten in Europa Kredithilfe gewährt werden sollte. Als die Währungsunion geschaffen wurde, klammerte man den Krisenfall aus, weil man die fiskalpolitische Souveränität der Nationalstaaten für unverzichtbar hielt. Dennoch ist nun eine Überschuldungssituation eingetreten. Erfahrungen anderer hoch verschuldeter Entwicklungs- und Schwellenländer zeigen indes, welche Optionen zur Verfügung stehen, um Schuldenkrisen zu überwinden.

Am einfachsten für Griechenland wäre es, die Schulden in Höhe von rund 300 Mrd. Euro teilweise zu streichen. Entweder müssten Gläubiger auf Forderungen verzichten oder andere Staaten Verbindlichkeiten übernehmen. Vor allem Letzteres verbietet sich, denn die Eurozone sieht aus guten Gründen die Autonomie der Mitgliedstaaten in der Fiskalpolitik vor. Ein Souveränitätsverzicht in diesem wichtigen Feld war und ist nach wie vor nicht gewollt. Die Kehrseite heißt, europäische Rettungspakete auszuschließen. Autonomie ohne eigenverantwortliches Handeln ist kein nachhaltiges Konzept.

Eine zweite Variante wäre, Griechenland Kredite zu gewähren. Damit ließen sich zwar temporäre Liquiditäts-, nicht aber die griechischen Solvenzprobleme lösen. Mit neuen Krediten würden diese allenfalls vertagt, wenn Griechenland nicht entschuldet oder die Lage seines Staatshaushalts drastisch verbessert würde, ob durch Aus-

gabensenkung oder Einnahmensteigerung. Zudem ist offen, welche Schultern in Europa die Risiken mehrerer Rettungsaktionen überhaupt tragen können. Müssten auch die hoch verschuldeten Länder Italien oder Spanien gestützt werden, wären selbst die relativ starken potentiellen Kreditgeber in der EU überfordert.

Eine dritte Möglichkeit bestünde darin, Garantien zu übernehmen, ohne Kredite zu gewähren. Dies wäre allerdings riskant, wie ein Blick in die jüngere griechische Geschichte zeigt. Schon mehrfach, etwa unter der Ägide des früheren Premierministers Papandreou, hatte Griechenland nachhaltige Veränderungen seiner Fiskalpolitik versprochen, aber nicht umgesetzt. Wenn EU-Länder Griechenland Garantien in Aussicht stellen, müssen sie damit rechnen, dass diese auch in Anspruch genommen werden. Die strukturellen Defizite im griechischen Staatshaushalt aber werden sich auf diese Weise nicht beheben lassen (siehe SWP-Aktuell 18/2010 von Daniela Schwarzer).

### **Bedroht ein Staatsbankrott Griechenlands die Stabilität des Euro?**

Welche Gefahren für die Stabilität des Euro gehen von der Notlage Griechenlands aus? Hier gilt es abzuwägen, ob Rettung oder Nicht-Rettung die gefährlichere Alternative wäre.

Die Überschuldung einzelner Bundesländer innerhalb eines Staates, etwa des Saarlandes oder Kaliforniens, ist nach bisheriger Erfahrung kein Problem für die jeweiligen Währungen. Anlass zur Sorge gäbe sie höchstens dann, wenn Regierungen die Notenpresse in Gang setzten, um sie zu überwinden. Dies stand jedoch in keinem der beiden genannten Fälle zu erwarten. Bedrohlicher wird es, wenn der gesamte Währungsraum überschuldet zu sein scheint. In den USA, aber auch in Japan und Großbritannien könnten die jeweiligen Notenbanken versucht sein, die Überschuldung durch Geldentwertung zu bewältigen.

Damit wäre die Stabilität von Dollar, Yen und Pfund unmittelbar gefährdet.

Innerhalb der Eurozone ist die Situation anders. Selbst der Bankrott Griechenlands würde die Finanzmärkte nur vorübergehend irritieren. Über kurz oder lang würde sich dort die Erkenntnis durchsetzen, dass in der Eurozone ausufernde Defizite nicht mit der Notenpresse bekämpft werden. Dies würde den Außenwert des Euro sogar stärken.

Ein Staatsbankrott Griechenlands hätte vermutlich nur wenig gravierendere Folgen als etwa die Insolvenz des weltgrößten Automobilherstellers General Motors im Jahr 2009. GM hatte laut Insolvenzantrag Verbindlichkeiten in Höhe von 173 Mrd. Dollar. Besitzer von GM-Anleihen mussten im von der Regierung unterstützten Umschuldungsverfahren auf immerhin 27 Mrd. Dollar verzichten. Dieser Konkurs hatte keine nennenswerten Auswirkungen auf den amerikanischen Dollar.

Es besteht also wenig Anlass, von der Nicht-Rettung Griechenlands mittelfristig negative Folgen für die Reputation des Euro zu befürchten. Die Rettung Griechenlands dagegen könnte den Euro nachhaltig beschädigen und im schlimmsten Fall bewirken, dass die Währungsunion auseinanderbricht. Werden Stützungsaktionen nicht mehr vorwiegend als Einzelfälle, sondern als die Regel wahrgenommen, wäre eine Flucht aus dem Euro nicht auszuschließen. Dies gilt zunächst kurzfristig, das heißt Anleger könnten Kapital aus der Eurozone abziehen. Risikoscheue Investoren haben allerdings nur wenig andere Möglichkeiten, denn der amerikanische Dollar, der japanische Yen oder das britische Pfund scheiden für sie aus.

Mittel- und langfristig würde ein Rettungspaket für Griechenland wahrscheinlich dazu führen, dass die stabilitätsorientierte Politik der EZB aufgeweicht wird. Eine großzügige Rettungsaktion verbietet sich auch, weil sie die Bemühungen anderer Staaten in Europa um ausgeglichene Staatshaushalte konterkarieren würde. Zudem könnten sich vor allem die Netto-

zahler in der Eurozone die Frage stellen, ob nicht die Kosten regelmäßiger Rettungsaktionen den Nutzen der Eurozone übersteigen. In diesem Fall wäre es möglich, dass eigene, neue Währungsräume geschaffen werden.

All dies ist auch den Befürwortern einer finanziellen Unterstützung für Griechenland klar. Deshalb schlagen sie vor, das Interesse an Hilfsmaßnahmen durch harte, streng kontrollierte Auflagen zu dämpfen. Dies ist die Politik, die die Länder der Eurozone gegenwärtig verfolgen. Allerdings ist dieses Konzept gefährlich und blendet jahrelange Erfahrungen der Entwicklungspolitik völlig aus. Wird die Souveränität eines Staates beschnitten (nichts anderes geschieht derzeit), beraubt man die betroffenen Gesellschaften der Chance, eigene Lösungsansätze zu entwickeln. Selbstbestimmung, im entwicklungspolitischen Diskurs als »ownership« bezeichnet, ist eine der wichtigsten Voraussetzungen für erfolgreiche Entwicklung.

### **Lücken in der internationalen Finanzordnung**

Der Fall Griechenland zeigt, dass die Reform der internationalen Finanzmärkte noch keine nennenswerten Fortschritte gemacht hat. Nach wie vor ist das Kasino geöffnet. Akteure können auf bestimmte Entwicklungen Wetten abschließen und damit auch gleich für das gewünschte Ergebnis sorgen. Eine spezifische Form von Derivaten spielt hier eine besondere Rolle. Sogenannte Kreditausfallversicherungen (»credit default swaps«) dienen nicht nur der Risikoabsicherung. Sie können auch als Wetten auf die Zahlungsunfähigkeit Griechenlands oder anderer Akteure eingesetzt werden. Dabei können selbst Akteure, die keinerlei Forderungen an Griechenland halten, solche Wetten eingehen, solange es eine Gegenpartei gibt, die den CDS zeichnet.

Dieses Verhalten bleibt nicht ohne Folgen. Schließen genug Akteure Wetten auf die Zahlungsunfähigkeit Griechenlands ab,

wird diese Nachricht von den Finanzmärkten verarbeitet und fließt in die Preisfindung bei Anleihemärkten an. Damit steigen die Zinsaufschläge für griechische Staatsanleihen, weil im Kasino gegen Griechenland gewettet wird. Paradoxerweise kann dies geschehen, ohne dass diejenigen, die griechische Staatsanleihen halten, an Athens Zahlungsfähigkeit zweifeln.

Abermals zeigt sich, dass die Finanzmärkte ohne strikte Aufsicht über derivative Instrumente und ein Verbot bestimmter Transaktionen nicht zu beruhigen sein werden. Im Falle von »credit default swaps« würde das Verbot des Abschlusses ohne materielles Interesse genügen. Mit anderen Worten: Nur wer griechische Staatsanleihen hält, sollte sich gegen deren Ausfall versichern dürfen. Alles andere sind Wetten, keine Sicherungsgeschäfte.

Zudem wird in der internationalen Finanzpolitik noch immer nicht genug darüber nachgedacht, wie die Gläubiger überschuldeter Länder angemessen an den Kosten der Umschuldung beteiligt werden können. Nach dem Zusammenbruch des argentinischen Währungsregimes 2002 hat zwar der Internationale Währungsfonds Vorschläge zu einem Insolvenzrecht für Staaten erarbeitet, aber die damals diskutierten Ideen wurden nicht verwirklicht. Gäbe es ein geordnetes Verfahren zur Umschuldung bankrotter Staaten, würde Investoren damit signalisiert, dass auch Kredite an souveräne Schuldner nicht risikolos sind.

Die EU steht vor einer der schwierigsten Entscheidungen der letzten Jahre. Kein Pfad ist ohne Risiken, aber angesichts der Defizite in den öffentlichen Haushalten der EU-Mitgliedstaaten wäre es falsch, keine nachhaltigen Wege zu beschreiten. Deshalb muss Griechenland seine finanzpolitischen Probleme lösen, ohne Kredithilfen anderer Länder der Eurozone in Anspruch zu nehmen. Im Zweifel wären ein Zahlungsausfall und eine anschließende Umschuldung das kleinere von zwei großen Übeln.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2010  
Alle Rechte vorbehalten

Das Aktuell gibt ausschließlich die persönliche Auffassung des Autors wieder

**SWP**  
Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4  
10719 Berlin  
Telefon +49 30 880 07-0  
Fax +49 30 880 07-100  
www.swp-berlin.org  
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6364